

● 宏观经济

我国 M_2/GDP 畸高影响因素实证分析

程 健, 林梅华

(厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005)

[摘要] M_2/GDP 通常用来衡量一个国家的经济货币化水平。近年来, 我国的 M_2/GDP 畸高并逐年上升, M_2/GDP 水平不仅大于发达国家, 还远远高于类似的发展中国家。文章在综合前人的研究结果的基础上, 通过建立多元线性回归模型对我国 M_2/GDP 过高的影响因素进行实证的分析。实证分析表明, 我国 M_2/GDP 畸高的原因是: 金融市场不完善, 总储蓄率高居不下, 广义货币流通速度急剧下降以及国家债务负担沉重。在此基础上, 文章将提出遏制 M_2/GDP 风险的建议与措施, 并对实证研究的贡献与不足之处进行总结。

[关键词] M_2/GDP ; 影响因素; 多元线性回归模型

[中图分类号] P401 [文献标识码] A [文章编号] 1007-5097(2006)01-0039-04

Empirical Study of Factors which Cause High M_2/GDP in China

CHENG Jian, LIN Mei-hua

(Management School, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract M_2/GDP is commonly used to analyze the level of an country's monetarization level. Recently, the M_2/GDP of China has reached an unusually high point, which is not only higher than developed countries, but also higher than developing countries in the similar seedtime. The article would try to build a multiple linear regression model to analyze the factors which cause the high M_2/GDP in China. The empirical study reveals the factors that cause the unusually high M_2/GDP are: undeveloped financial market, high deposit ratio, low velocity of money circulation and heavy national debt. On the basis of above analysis, the article would propose practical countermeasure and suggestions to keep M_2/GDP in limits, and finally summarize the innovations and limitations of the empirical study.

Key words M_2/GDP ; influencing factors; multiple linear regression model

在过去二十余年中, 中国宏观经济的一个显著特点是货币供应量的高速增长。由于货币供应的增长速度持续高于 GDP 的增长速度, 2002 年, 中国的 M_2/GDP 已经超过 181%, 不仅大大高于美国、英国、日本等主要发达国家, 并大大超过与中国发展水平相近的发展中国家, 印度、墨西哥等。目前, 中国的 M_2/GDP 更是已经超过 190%。

我国这种畸高的 M_2/GDP 水平引起了国内学者的关注, 并对这一现象从不同的角度做出了解释, 初期国内学者的基本观点是认为: 我国的 M_2/GDP 过高主要是由于经济的货币化进程引起(谢平, 1996; 易纲, 1996; 秦朵, 1997)。但是随着 M_2/GDP 的进一步加剧增长, 这种解释很显然已经无法说明过高的 M_2/GDP ,

至此, 国内学者基本上公认货币化进程在 1993 年的时候已经达到顶峰, 那么 M_2/GDP 过高只能由其他因素来解释。刘明志(2001)认为我国 M_2/GDP 过高是由于居民存款的投资性质、银行等金融机构工具单一、金融市场不发达、银行不良资产比率过高有关。帅勇(2002)提出了广义货币化假说, 即货币化不仅包括流量的货币化, 同时也包括存量的货币化, 股市的发展使得存量资产货币化, 从而对货币产生需求, 即我国的超额货币需求来源于资本市场的扩张。易纲、王召(2002)也指出: 货币数量在一定意义上取决于股市。另外还有学者从金融结构(何滨、姚如青, 2003)、收入分配差距(吴建军, 2004)、融资体制(李国疆, 2001), 金融资产流动性(朱艳敏的, 2001)等对我国

[收稿日期] 2005-11-23

[作者简介] 程 健(1973—), 男, 福建莆田人, 研究生, 研究方向: 市场营销;
林梅华(1982—), 女, 福建莆田人, 研究生, 研究方向: 市场营销。

的 M_2/GDP 做出解释。

本文则试图从 M_2/GDP 的理论影响因素入手, 通过建立计量经济模型来解释 M_2/GDP 畸高的现象。

一、 M_2/GDP 上升的影响因素分析

从经济理论的分析角度来看, 影响 M_2/GDP 的因素主要有:

(一) 经济货币化

经济的货币化是指通过货币进行的经济活动比例的不断增加。货币化的关键之处在于它会引起对货币的额外需求。货币供给不仅要随着经济增长而增长, 而且还要因为新货币化的部门增加额外的货币。发展中国家由于货币进程较低, 所以其 M_2/GDP 增长速度较快, 如印度。而发达国家由于货币化进程基本完成, M_2/GDP 的增长比率较小, 如美国、韩国。中国由于市场经济的不断深化, M_2/GDP 有不断上升的趋势, 但是国内学者一般公认到 1993 年, 中国的货币化已经差不多, 因此可以推断中国 M_2/GDP 还受其他因素的影响。

(二) 货币流通速度下降

由于银行体制、金融市场不发达等各种原因, 我国的货币流通速度在改革的 20 年中迅速地下降, 由 1978 年的 3.13 骤降到 2002 年的 0.55。从费雪公式: $mv=py$ 来看, 要维持经济的增长, 当货币流通速度下降时, 就必须增加货币的供给。作为一个必然的结果, 到 2002 年, 我国 M_2 的涨了 120 倍, 而国内生产总值才上涨 680.6%。

(三) 储蓄率高居不下

从 1978 年到 2002 年, 我国的国民储蓄率一直保持稳定的增长, 到 2002 年, 居民储蓄率已经达到将近 80%, 我国超高的储蓄率与我国传统的保守消费习惯、银行存款的低风险、金融工具单一等密切相关。从国际上看, 一般居民储蓄率较低的国家, M_2/GDP 也相对较低, 如美国。因为高的储蓄率会导致储蓄存款余额和准货币总额增加, 从而使 M_2 增加。

(四) 金融市场的发展程度

金融市场发展对货币需求有着两个方向的影响。一是负面影响, 金融市场发展以后, 公众进行金融资产选择的途径增多, 公众可以投资于股票、企业债券等金融资产, 从而对货币需求相对下降; 二是正面影响, 金融市场发展以后, 公众的金融资产交易增加, 例如股票和企业债券等金融资产的买卖增加, 由此引起对货币的交易需求上升。另外由于资本市场价格具有波动性, 资本市场发展还引起了公众对货币需求的投机动机。这也引起货币需求上升。如果负面影响超过正面影响, 则资本市场发展引起货币需求下降。反

之, 则资本市场发展引起货币需求上升。从发达国家的经验来看, 负面影响最终要超过正面影响, 在长期内, 总体上金融市场发展的完善将导致货币需求相对下降。

(五) 公众的预期

公众对未来经济的预期也有可能是影响 M_2/GDP 的因素之一, 如果公众预期未来经济不景气, 那么由于支出预期的稳定性 (如住房、保险、教育、生活费用等), 和对未来收入预期的下降, 会导致居民储蓄行为的增加, 从而货币流通速度下降, M_2/GDP 上升。

(六) 国家负债等其他因素的影响

M_2/GDP 还受到其他因素的影响, 如银行的不良债务比率, 国家负债情况、国家的投资政策等。当银行的不良债务较高时, 由于这些准货币无法流通, 这样势必要增加货币的供应量。当一个国家负债较多时, 财政出现赤字时, 政府就不得不将赤字货币化, 大量地发行钞票, 这样也会导致 M_2/GDP 上涨。

二、建立计量经济模型

以上对可能影响 M_2/GDP 的因素进行了分析, 下面将通过建立计量模型, 从实证角度分析我国 M_2/GDP 过高的原因。

(一) 数据收集

本文的数据主要是由《中国统计年鉴》、《中国金融年鉴》、《国际金融年鉴》的有关数据计算而来, 数据范围是 1978 年至 2003 年, 部分数据 1993—2002 年。

(二) 变量选择

上述分析表明, 中国 M_2/GDP 过高的可能影响因素有: 货币化程度、国民储蓄率、货币流通速度、国家负债情况、公众的预期、国家投资情况等等。

但是模型并不能把所有的变量都包括进去, 比如, 货币化程度, 麦金农用 M_2/GDP 来代表货币化程度, 但是中国的 M_2/GDP 除了货币化进程外, 更多地是受到其他因素的干扰, 因此, 没有一个合理的指标来代替实际的货币化程度。另外, 公众预期也存在不可衡量的问题。综合以往学者的文献, 本文将采用经济增长率, 总储蓄率、货币流通速度、国家负债率、F 分别代表对经济景气、储蓄、负债、金融市场对 M_2/GDP 的影响。

(三) 建立多元线性回归模型

1. 模型:

$$M_2/GDP_t = B_0 + B_1 \times CKL_t + B_2 \times MV_t + B_3 \times DE_t + B_4 \times GP_t + B_5 \times F_t$$

M_2/GDP_t : 第 T 年的广义货币与国内生产总值的比率;

CKL (总储蓄率): 即 1 - 最终消费/支出法的

GDP;

MV: 广义货币的流通速度;

DE (国家负债与 GDP 的比率): 国债余额/GDP;

GP: 经济增长率;

F (综合指标): 金融的发展程度。

2. 回归结果

$$M_2/GDP_t = -3.089 + 1.270 \times CKL_t - 0.098 \times MV_t + 5.822 \times DE_t + 3.943 \times F_t - 0.06GP$$

$$T \quad (9.960) \quad (2.293) \quad (-2.417) \\ (8.232) \quad (7.987) \quad (-0.323)$$

$$R^2 = 0.986, \text{ 调整过的 } R^2 = 0.982 \quad F = 270.318$$

$$DW = 1.577 \quad VIF < 10$$

去掉统计不显著的变量, 重新用逐步回归方法得:

$$M_2/GDP_t = -3.148 + 1.185 \times CKL_t - 0.094 \times MV_t + 5.896 \times DE_t + 4.030 \times F_t$$

$$T \quad (-8.027) \quad (2.493) \quad (-2.492) \quad (9.006) \quad (9.931)$$

$$Sg \quad (0.000) \quad (0.022) \quad (0.022) \quad (0.000) \quad (0.000)$$

$$VIF \quad (1.194) \quad (5.455) \quad (4.389) \quad (2.010)$$

$$R^2 = 0.986 \quad \text{调整过的 } R^2 = 0.983 \quad DW = 1.565$$

$$F = 353.712$$

去掉经济增长变量后, 模型的 F 与系数 T 检验均有所提高, 各种检验均表明该模型具有较好的解释能力: 回归方程能够解释因变量 98.3% 的变差, 在 0.05 置信水平下, 所有的偏相关系数都统计显著。自相关 DW 检验表明并不存在明显自相关的证据。所有变量的方差扩大因子均小于 10, 表明变量间不存在共线性的问题, 模型拟合较好。

三、模型回归实证分析

本文运用了多元线性回归方程对 1978 年至 2003 年期间我国 M_2/GDP 的影响因素进行实证分析, 模型表明: 金融市场的发达程度、总储蓄率、和国家负债比对 M_2/GDP 有着正面影响, F、CKL、DE 每增加 1 个百分点, M_2/GDP 则分别增加 4.03%, 1.185%, 5.896%; 广义货币流通速度对 M_2/GDP 有显著的负面影响, MV 每减少一个百分点, M_2/GDP 即增加 0.09%; 经济增长对 M_2/GDP 并没有显著的影响。

(一) 金融市场发展不完善是 M_2/GDP 畸高的重要原因

模型表明, 金融市场发达程度每增加一个百分点, M_2/GDP 就会增加 4.03 个百分点。但是, 从国际上的经验来看, 金融市场越发达, 其对 M_2/GDP 的负效应会大于正效应。由于居民的储蓄可以通过债券、股票、期权等多种形式将储蓄转为投资, 从而降低不流通的准货币存量。从长期、总体看, 金融市场越发达, M_2/GDP

GDP 越小。

而我国金融市场对 M_2/GDP 的正面影响显著地大于其负面效应, 这折射出我国金融市场一个重要的问题: 即金融结构单一, 仍然以银行机构的存贷款为主, 而银行金融工具单一、负债品种和资产品种都较少, 银行只提供等量信用等, 这些都造成了我国居民投资渠道单一有限和畸高的 M_2/GDP 水平。

(二) 总储蓄率高居不下是 M_2/GDP 过高的重要影响因素

CKL 每增加一个百分点, M_2/GDP 则增加 1.185%。储蓄率低是一些国家 M_2/GDP 比例低的原因之一。如美国, 1980 年总储蓄率为 19%, 1997 年为 16%。

我国居民储蓄在 1978 年只有 5% 左右, 而这一比例到 2002 年时已经高达 82.9%, 居民持续的高储蓄倾向导致居民储蓄存款累积额(余额)巨大, 准货币中绝大部分是储蓄存款, 储蓄存款余额对 GDP 的比例越来越高, 从而导致 GDP 的比例越来越高。

居民储蓄高居不下, 除了与金融市场不发达有关外, 还和公众的预期有关, 虽然我国的宏观经济一直保持良好的发展状态, 但是由于进行国企改革等原因, 大量的失业使公众的储蓄愿望增强, 进而导致大量的货币沉淀。

(三) 货币流通速度下降是 M_2/GDP 急剧上涨的重要原因

货币流通速度每下降一个百分点, M_2/GDP 即增加 0.09 个百分点, MV 是 M_2/GDP 的倒数, 流通速度下降, M_2/GDP 必然上升。我国的广义货币流通速度急剧地下降, 从 1978 年的 3.12 降到 2002 年的 0.55。导致广义货币流通速度快速下降的原因主要有: 准货币的比重过高, 金融市场不发达, 金融工具单一, 银行不良债权比重过高, 国家的政策原因等等, 是各种因素综合作用的结果。

(四) 国家负债对 M_2/GDP 有显著的正面影响

模型表明, 国家负债每增加一个百分点, M_2/GDP 增加 5.896 个百分点, 国家负债对 M_2/GDP 有显著的正面效应。

1978 时, 我国负债基本为 0, 改革开放后, 国债一直保持较高的增长, 到 1992 年有所缓和, 1996 后, 由于我国实行扩张性的财政政策, 国债的增长速度日益加快, 到 2002 年, 负债对 GDP 比已经高达 14.9%。日益沉重的国债负担是我国 M_2/GDP 水平畸高的一个重要原因。

四、对策与建议

M_2/GDP 的水平越高, 整体的支付风险就越高,

此外, 过高的 M_2/GDP 还会对通货膨胀产生压力, 从而影响到国民经济的长期发展。要遏制住这种上涨的趋势和风险, 应该从以下方面入手:

(一) 加快金融市场的改革与监管, 促进金融市场的健康发展

货币流通速度急剧下降的一个重要原因是银行的不良债权率过高。因此, 要解决问题, 必须首先解决银行不良资产问题。不良资产证券化可以吸收一部分广义货币, 从而使广义货币对 GDP 的比率下降。这只是治标的方法。更重要的是, 不良资产比率下降以后, 银行还必须防止再发生大量不良资产, 这样才能真正地加快银行资金的周转速度, 从而加快货币流通速度。因此归根到底是金融的改革与监管问题, 国家政府及有关部门应该大力地推进金融市场的改革, 例如加速国有银行的股权多样化改革、适时发展民营银行、推进利率市场化进程等。

(二) 鼓励金融创新, 发展资本市场

中国的 M_2/GDP 的水平相对较高, 反映出我国金融市场不发达, 金融结构单一的症结。为解决这一问题, 应该大力发展资本市场, 发展多样化的投资工具, 改善金融工具单一的情况。投资渠道增多后, 公众的储蓄就不必以银行存款的形式存在, 其货币需求就会相对下降, M_2/GDP 的水平就会放慢上升、停止上升或有所下降。

在发展股票市场的同时, 还要注意发展公司债券市场。公众投资于公司债券市场, 直接向企业提供了储蓄, 而不需要通过银行作为中介, 就这种形式的储蓄转移而言, 银行需要对企业发放贷款, 因而不形成新的货币供应量。

(三) 鼓励公众使用其他投资方式

储蓄率过高是 M_2/GDP 过高的重要原因, 因此要从根本上解决问题, 除了大力发展金融市场和多元化的投资工具外, 还要鼓励公众使用这些投资方式。那么必须从收益性、便捷性、安全性等几个方面吸引公众, 这些都必须通过完善资本、债券市场的来达到。

(四) 维持适度的债务规模

债务对 M_2/GDP 有着显著的正面效应, DE 每增加 1%, M_2/GDP 就会增加 5%。因此国家要控制 M_2/GDP , 使其经济增长速度相适应, 就必须合理地控制债务的规模。

最后, 需要说明的是本文初次利用多元线性回归方法对 M_2/GDP 过高的原因进行了实证分析: 储蓄率过高、流通速度减慢、金融市场不发达和沉重的国家债务负担是我国 M_2/GDP 畸形增长的重要因素, 而解决这一问题, 从根本上讲, 必须从金融体制上进行改革, 从而为研究 M_2/GDP 提供另一种思路。但实证分析还存在一些不足之处: 首先是线性模型的假设, 由于经济变量之间往往存在协整关系, 所以模型可能会存在伪回归的现象; 其次在变量的选择上, 有的变量却无法定量的衡量, 如公众的预期, 因此无法纳入模型之中; 最后, 存在复杂异方差的情况, 由于无法消除异方差的影响, 模型的解释能力会有所下降。但是从总体上看, 模型拟合程度较高, 模型的结果均与经验、以往学者的研究相一致, 因此上述不足之处的不利影响有限。

[参考文献]

- [1] 吴建军. 我国 M_2/GDP 过高的原因基于收入分配差距的分析 [J]. 经济学家, 2004, (1).
- [2] 何斌, 姚如青. 分工、金融二元结构与中国 M_2/GDP 的上升 [J]. 上海经济研究, 2003, (9).
- [3] 董承章, 余小华, 李大伟. 对中国 M_2/GDP 影响因素的实证分析 [J]. 中央财经大学学报, 2003, (9).
- [4] 李国疆. 中国的 M_2/GDP : 理论、问题、对策 [J]. 经济问题探索, 2001, (12).
- [5] 朱艳敏. 由 M_2/GDP 的变动趋势 (1990—2000) 看中国金融资产的流动性及结构 [J]. 上海金融, 2001, (9).
- [6] 刘明志. 中国的 M_2/GDP (1980—2000): 趋势、水平和影响因素 [J]. 经济研究, 2001, (2).
- [7] 秦朵. 改革以来的货币需求关系 [J]. 经济研究, 1997, (10).

[责任编辑: 张青]